

西王食品(000639.SZ)

开局平淡难改全年高增长态势

 评级: **买入** 前次: 买入

 目标价(元): **46.90-49.49**

分析师

谢刚

S0740210090003

021-20315178

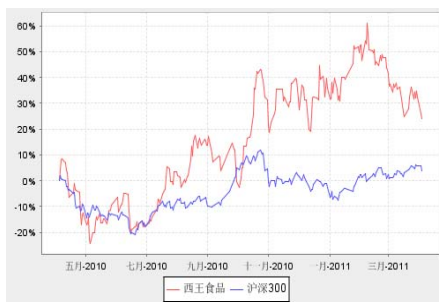
xiegang@qlzq.com.cn

2011年4月20日

基本状况

总股本(百万股)	125.55
流通股本(百万股)	57.63
市价(元)	31.60
市值(百万元)	3967.33
流通市值(百万元)	1821.09

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1,006.5	1,202.9	1,862.7	2,658.1	3,351.0
营业收入增速	5.99%	19.51%	54.85%	42.70%	26.06%
净利润增长率	84.27%	19.40%	75.80%	40.70%	52.63%
摊薄每股收益(元)	0.56	0.67	1.17	1.65	2.54
前次预测每股收益(元)	0.56	0.67	1.17	1.65	2.52
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市场)					
市盈率(倍)	28.20	49.84	29.44	21.01	13.77
PEG	0.33	2.57	0.39	0.52	0.26
每股净资产(元)	2.79	4.38	5.55	7.20	9.72
每股现金流量	0.13	0.00	1.31	0.98	2.12
净资产收益率	20.04%	15.24%	21.13%	22.92%	25.91%
市净率	5.65	7.60	6.22	4.82	3.57
总股本(百万股)	125.55	125.55	125.55	125.55	125.55

备注: 按资产置换完成且按定向增发后股本计算, 市场预测取聚源一致预期。

投资要点

- 西王食品公告 2011 年 1 季度业绩, 收入 3.83 亿元, 同比增长 72%, 净利润 1960 万元, 同比增长 1.29%, 折合 EPS 为 0.16 元。收入增速符合我们及市场的预期, 但净利润增速低于预期, 市场一直担心公司的费用超标在今年 1 季度得到验证。
- 我们对“增收不增利”的因子进行了解构, 发现营业费用与管理费用大幅超预期是吞噬靓丽季报的首要因子。2011Q 期内西王食品销售费用达到 3412.72 万元, 同比增长 222.55%; 同期管理费用膨胀也非常明显, 达到 1748.97 万元, 同比增长 244.18%。
- 我们分析营销人员迅速扩编及销售管理团队、研发投入加大是公司 2010 年以来的重点大事, 这犹如双刃剑, 一方面推动公司小包装玉米油的销售放量, 另一方面也带来了期间费用的显著增长。不过, 对此我们有两方面的解读: (1) 公司营业费用的扩张主要体现在渠道和团队建设方面, 今年广告投放应该增长无多, 央视广告投放也只是集中在 7-9 月份中秋和国庆佳节到来之前的“轰炸”, 全年广告费用应该与 2010 年相差不多, 我们预计 2011 年西王食品的营业费用 1.1-1.2 亿元上下, 出于保守考虑我们模型中暂按照 1.4 亿元口径计算; (2) 从费用率水平来看, 2011Q1 的销售费用率达 8.9%, 管理费用率达 4.56%, 虽较 2010 年有较大幅度的提升, 但并未超出我们的预期。
- 春节过后是食用油脂消费的淡季, 但公司目前精炼油生产线每天满负荷生产, 预计全年产销量在 14-15 万吨左右, 其中小包装销量预计在 9-10 万吨上下, 从 1 季度小包装销售情况来看 (1.4-1.5 万吨), 虽然是淡季, 但依然达到 60% 的增速。随着时间的推移, 2、3、4 季度的月均销量环比上升将是大概率事件, 这将成为西王全年高增长的有力保障, 预计公司股票二级市场表现也将呈现前低后高之势。

- 我们微调西王食品 2011-13 年盈利预测：2011-13 年实现销售额 1860.41、2313.17、2834.92 百万元，同比增长 54.66%、24.34%、22.56%；实现净利润 146.46、206.56、319.24 百万元，增长 74.9%、41.0%、54.6%；对应 EPS 为 1.17、1.65、2.54 元。
- 根据相对估值比较，赋予西王食品目标价格区间：**46.90-49.49 元**，维持买入建议。

图表 1：西王食品散装精炼油销售预测

精炼油-散装	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
产能(万吨)	20.16	20.16	20.16	20.16	30.00	30.00
精炼油产量	7.99	8.48	11.39	14.11	16.50	18.00
产能利用率	40%	42%	56%	70%	55%	60%
产量(万吨)	7.57	6.62	6.74	4.61	4.50	2.00
销量(万吨)	7.85	6.46	6.74	4.61	4.50	2.00
产销率	104%	98%	100%	100%	100%	100%
不含税销售单价(元/吨)	9606.44	6783.83	7443.00	8955.75	8955.75	9193.52
销售收入(百万元)	754.11	438.24	501.43	413.04	403.01	183.87
单位成本(元/吨)	8754.83	5985.39	6570.68	7995.70	8040.47	8299.91
YOY	NA	-31.63%	9.78%	21.69%	0.56%	3.23%
销售成本	687.25	386.66	442.66	368.76	361.82	166.00
毛利额	66.85	51.58	58.77	44.28	41.19	17.87
毛利率	8.9%	11.8%	11.7%	10.7%	10.2%	9.7%

来源：齐鲁证券研究所

图表 2：西王食品小包装玉米油销售预测

小包装玉米油	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	15.00
产能(万吨)	15.00	15.00	15.00	15.00	30.00	30.00
产量(万吨)	0.42	1.86	4.50	9.50	12.00	16.00
产能利用率	2.80%	12.40%	30.00%	63.33%	40.00%	53.33%
销量(万吨)	0.44	1.79	4.65	9.50	12.00	16.00
产销率	105%	96%	103%	100%	100%	100%
不含税销售单价(元/吨)	11909.61	10307.12	10465.55	12549.38	13594.40	14664.12
销售收入(百万元)	52.40	184.50	486.65	1192.19	1631.33	2346.26
单位成本(元/吨)	10617.30	7234.51	7605.31	9165.70	10040.47	10799.91
销售成本	46.72	129.50	353.65	870.74	1204.86	1727.98
毛利额	5.69	55.00	133.00	321.45	426.47	618.27
毛利率	10.9%	29.8%	27.3%	27.0%	26.1%	26.4%

来源：齐鲁证券研究所

图表 3：西王食品产品销量结构

产品销量结构	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
精炼油销量(万吨)	8.29	8.25	11.39	14.11	16.50	18.00
其中：散装油	7.85	6.46	9.00	4.61	4.50	2.00
小包装油	0.44	1.79	5.00	9.50	12.00	16.00
其中：鲜胚玉米油				0.40	0.80	1.20
副产品：胚芽粕(万吨)	10.96	11.24	14.00	16.56	16.56	16.56

来源：齐鲁证券研究所

图表 3: 西王食品销售收入预测表

项 目	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
精炼油-小包装						
平均售价 (元/吨)	11,909.61	10,307.12	10,465.55	12,549.38	13,594.40	14,664.12
增长率 (YOY)	—	-13.46%	1.54%	19.91%	8.33%	7.87%
销售数量 (万吨)	0.44	1.79	4.65	9.50	12.00	16.00
增长率 (YOY)	—	306.82%	159.78%	104.30%	26.32%	33.33%
销售收入 (百万元)	52.40	184.50	486.65	1,192.19	1,631.33	2,346.26
增长率 (YOY)	—	252.08%	163.77%	144.98%	36.83%	43.83%
毛利率	10.85%	29.81%	27.33%	26.96%	26.14%	26.35%
销售成本 (百万元)	46.72	129.50	353.65	870.74	1,204.86	1,727.98
增长率 (YOY)	—	177.20%	173.09%	146.22%	38.37%	43.42%
毛利 (百万元)	5.69	55.00	133.00	321.45	426.47	618.27
增长率 (YOY)	—	867.25%	141.82%	141.69%	32.67%	44.97%
占总销售额比重	4.42%	18.33%	40.46%	64.08%	70.52%	82.76%
占主营业务利润比重	4.80%	36.51%	59.54%	82.24%	86.30%	93.09%
精炼油-散装						
平均售价 (元/吨)	9,606.44	6,783.83	7,443.00	8,955.75	8,955.75	9,193.52
增长率 (YOY)	—	-29.38%	9.72%	20.32%	0.00%	2.65%
销售数量 (万吨)	7.85	6.46	6.74	4.61	4.50	2.00
增长率 (YOY)	—	-17.71%	4.29%	-31.54%	-2.43%	-55.56%
销售收入 (百万元)	754.11	438.24	501.43	413.04	403.01	183.87
增长率 (YOY)	—	-41.89%	14.42%	-17.63%	-2.43%	-54.38%
毛利率	8.87%	11.77%	11.72%	10.72%	10.22%	9.72%
销售成本 (百万元)	687.25	386.66	442.66	368.76	361.82	166.00
增长率 (YOY)	—	-43.74%	14.49%	-16.70%	-1.88%	-54.12%
毛利 (百万元)	66.85	51.58	58.77	44.28	41.19	17.87
增长率 (YOY)	—	-22.85%	13.94%	-24.66%	-6.98%	-56.61%
占总销售额比重	63.67%	43.54%	41.69%	22.20%	17.42%	6.49%
占主营业务利润比重	56.48%	34.24%	26.31%	11.33%	8.33%	2.69%
玉米胚芽粕						
平均售价 (元/吨)	1,173.56	1,161.36	1,350.00	1,380.00	1,518.00	1,669.80
增长率 (YOY)	—	-1.04%	16.24%	2.22%	10.00%	10.00%
销售数量 (万吨)	10.96	11.24	14.00	16.56	16.56	16.56
增长率 (YOY)	—	2.55%	24.52%	18.32%	0.00%	0.00%
销售收入 (百万元)	128.62	130.54	188.94	228.53	251.38	276.52
增长率 (YOY)	—	1.49%	44.74%	20.95%	10.00%	10.00%
毛利率	4.00%	3.75%	5.60%	4.00%	4.00%	4.00%
销售成本 (百万元)	123.48	125.64	178.36	219.39	241.33	265.46
增长率 (YOY)	—	1.75%	41.96%	23.00%	10.00%	10.00%
毛利 (百万元)	5.14	4.90	10.58	9.14	10.06	11.06
增长率 (YOY)	—	-4.76%	115.96%	-13.61%	10.00%	10.00%
占总销售额比重	10.86%	12.97%	15.71%	12.28%	10.87%	9.75%
占主营业务利润比重	4.35%	3.25%	4.74%	2.34%	2.03%	1.67%
其他						
销售收入 (百万元)	14.52	18.50	25.87	26.65	27.45	28.27
毛利率	91.90%	63.81%	81.28%	60.00%	60.00%	60.00%
销售收入小计 (百万元)	1184.38	1006.50	1202.90	1860.41	2313.17	2834.92
销售成本小计 (百万元)	1066.02	855.88	979.52	1469.55	1818.98	2170.75
毛利 (百万元)	118.37	150.62	223.38	390.86	494.18	664.17
平均毛利率	9.99%	14.97%	18.57%	21.01%	21.36%	23.43%

来源: 齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6-12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明：

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海

联系人:王莉本

电话: 021-20315181

手机: 18616512309

传真: 021-20315125

邮编: 200120

地址: 上海市花园石桥路 66

号东亚银行金融大厦 18 层

深圳

联系人:李霖

电话:0755-23819303

手机:15816898448

传真:0755-82717806

邮编:518048

地址:深圳市福田区深南大道

4011 号港中旅大厦 6 楼

北京

联系人:张哲

电话: 021-20315112

手机:18621368050

传真: 021-20315125

邮编: 200120

地址: 上海市花园石桥路 66

号东亚银行金融大厦 18 层

济南

联系人:韩丽萍

电话:0531-68889516

手机:15806668226

传真:0531-68889536

邮编:250001

地址:山东济南经七路 86 号

证券大厦 2308